

Carta Trimestral – Janeiro 2023

A história do último trimestre de 2022 – e pelo menos dos próximos 4 anos – começou a ser contada depois das eleições, e mal contada. O primeiro turno foi extremamente calmo na ótica do mercado, tivemos um tsunami após o segundo turno das eleições, com a derrapada inicial no discurso da vitória, conseguida graças à frente ampla que se formou para derrotar Bolsonaro. Lula passou a fazer discursos bastante identificados com a esquerda retrógrada, dando a entender que partiria para um Lula 3 muito parecido com os governos Dilma, que terminaram no impeachment. Praticamente estável desde o final do primeiro turno, o Ibovespa caiu 7% desde o pico pós-vitória de Lula. Discursos contra a âncora fiscal e a nomeação de somente petistas para os ministérios mais importantes denotam um início raivoso e sem compromisso com os discursos pré-eleição, onde a moderação prevaleceu.

Os discursos de Lula atrapalharam bastante a montagem do ministério da Fazenda, já que houve enorme dificuldade em atrair gente de maior gabarito – com poucas exceções – para as secretarias; Haddad montou seu ministério após negativas de vários convidados, segundo a imprensa. O mercado tem duvidado, com razão, dos discursos de Haddad, já que outras áreas do governo tem feito afirmações completamente fora do tom e em flagrante compromisso com o passado.

Do nosso lado, o pós-eleição foi especialmente penoso, pois as ações domésticas (ex-varejo alimentar) precificaram a disparada da curva de juros futuros, ainda hoje 1,2 ponto percentual acima dos 11,7% da data da eleição. Setores como locadoras de veículos, incorporação de imóveis, varejo e *utilities* sentiram demais a elevação dos juros, chegando a cair em novembro 4x a queda do Ibovespa, conforme tabela abaixo. Tal movimento não reflete a robustez das companhias, mas a apreensão do mercado, que acaba por perpetuar toda a abertura da curva de juros ao valor presente das ações. Fica claro, caso o governo conduza minimamente bem a economia, que há uma enorme assimetria aí, ainda que estejamos diante de um governo mais intervencionista. A instabilidade será provavelmente a tônica deste governo.

Enxergamos no segmento de incorporadoras de imóveis de baixa renda uma grande oportunidade, com a continuidade dos programas de auxílio na compra dos imóveis e com a destinação de recursos pela Caixa para os projetos. As *utilities* do setor elétrico tem alguns riscos relacionados à renovação de concessões e ao preço futuro da energia, mas precificam um risco exagerado no desconto do fluxo de caixa. As locadoras são afetadas pelo desconto do fluxo de caixa e pelo custo mais elevado de dívida, já que o horizonte de queda nos juros ficou menos definido. Por outro lado, a parcela da carteira ligada às *commodities* balanceia as posições domésticas, pois são mais ligadas à reabertura da economia chinesa, que deve se intensificar a partir do 2T23, quando o pico da Covid já tiver passado e o país voltar com força ao consumo e aos serviços. O ETF de China que carregamos na carteira reflete esta tese. Outras posições no exterior se somam a esta, completando por volta de 15% do PL do fundo.

Retornos 2022

Período	2022	4T22	Dez/22	4/11 a 30/12
Nasdaq	-33.5%	-1.0%	-8.7%	-0.1%
SPX	-19.7%	7.1%	-5.9%	1.8%
Ibov	4.7%	-0.3%	-2.4%	-7.1%
SMAL11	-14.8%	-8.5%	-3.5%	-16.4%
ICON consumo	-25.4%	-13.7%	-5.3%	-20.1%
IMOB	-9.0%	-18.1%	-4.0%	-21.0%
VALE3	24.9%	23.8%	4.1%	23.4%
ITAU4	24.2%	-9.0%	-1.9%	-15.9%
PETR4	44.5%	-7.7%	-8.1%	-2.8%
LREN3	-13.8%	-25.8%	-10.7%	-29.2%
RENT3	2.9%	-12.2%	-10.8%	-27.1%
CYRE3	-13.9%	-28.8%	-9.0%	-29.1%
Safari	-13.5%	-14.8%	-4.4%	-19.5%
Juros de 5 anos	18.8%	8.6%	0.2%	9.8%

● Período pós segundo turno das eleições presidenciais 2022

Um processo de redução de juros futuros que poderia ser muito mais suave tornou-se agora um enorme desafio para o novo governo. É importante destacar que, sem visibilidade de como se dará o equilíbrio fiscal, não haverá investimentos, o que prejudicará o emprego, a inflação e também a queda nos juros. A PEC dos gastos, aprovada a toque de caixa no Congresso é um buraco além do que já estava encomendado, exigindo um esforço fiscal muito maior do

que seria necessário anteriormente. Acreditamos que nas próximas semanas o governo trará uma agenda econômica mais construtiva, abrindo espaço para a queda nos juros e a valorização destes setores penalizados. Uma revisão criteriosa dos gastos do governo será necessária, já que há pouco espaço para aumentar a carga tributária no país. Também o governo eleito dá mostras de querer bancar a reforma tributária que já tramita no Congresso, o que seria um ganho de produtividade relevante para a economia. A simplificação dos impostos será um impulsionador importante dos investimentos do país, por facilitar o recolhimento de tributos e reduzir o enorme contencioso tributário que há entre as empresas e o governo. Entretanto, o *timing* do governo é bastante diferente daquele do mercado, que pode estressar muito mais antes de melhorar. Pontos importantes a monitorar:

1. O *valuation* do mercado está extremamente deprimido, o que pode fazer com que haja fortes altas mesmo neste cenário incerto (que depois são corrigidas)
2. A posição técnica é muito favorável, já que os grandes fundos multimercado estão vendidos, zerados ou com pouquíssima posição em bolsa. Os estrangeiros também estão pouco alocados
3. Fiscal – caso Haddad anuncie um plano crível de sustentabilidade fiscal (controle da dívida), o mercado deverá comprimir fortemente os juros futuros, abrindo enorme espaço para a alta nas bolsas

Seria muito importante que o governo tivesse bom senso e começasse a tratar as coisas com a seriedade que merecem, sob risco de terminar sem nem mesmo ter começado.